

## PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

SERMA TECHNOLOGIES

INITIE PAR

FINANCIERE AMPERE GALILEE



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 30 juin 2015. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

**Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.**

### **AVIS IMPORTANT**

En application des dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Détrayat Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Serma Technologies ([www.serma-technologies.com](http://www.serma-technologies.com)) et peut être obtenu sans frais auprès de Serma Technologies (14, rue Galilée - 33600 Pessac).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Serma Technologies feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

## SOMMAIRE

|              |                                                                                                                                                                                                                                                                                |           |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.</b>    | <b>RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE .....</b>                                                                                                                                                                                                                                  | <b>3</b>  |
| <b>1.1</b>   | <b>Description de l'Offre .....</b>                                                                                                                                                                                                                                            | <b>3</b>  |
| <b>1.2</b>   | <b>Termes de l'Offre .....</b>                                                                                                                                                                                                                                                 | <b>3</b>  |
| <b>1.3</b>   | <b>Déroulement de l'Offre .....</b>                                                                                                                                                                                                                                            | <b>3</b>  |
| <b>2.</b>    | <b>CONTEXTE DE L'OFFRE .....</b>                                                                                                                                                                                                                                               | <b>4</b>  |
| <b>3.</b>    | <b>AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SERMA TECHNOLOGIES .....</b>                                                                                                                                                                                                      | <b>5</b>  |
| <b>4.</b>    | <b>INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE .....</b>                                                                                                                                                                                                                  | <b>7</b>  |
| <b>5.</b>    | <b>RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT .....</b>                                                                                                                                                                                                                                   | <b>7</b>  |
| <b>6.</b>    | <b>ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE .....</b>                                                                                                                                                                             | <b>48</b> |
| <b>7.</b>    | <b>ELEMENTS CONCERNANT SERMA TECHNOLOGIES SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE .....</b>                                                                                                                                                                 | <b>48</b> |
| <b>7.1</b>   | <b>Structure et répartition du capital .....</b>                                                                                                                                                                                                                               | <b>48</b> |
| <b>7.2</b>   | <b>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions .....</b>                                                                                                                                                                                | <b>48</b> |
| <b>7.2.1</b> | <b>Obligation de déclaration de franchissement de seuils .....</b>                                                                                                                                                                                                             | <b>48</b> |
| <b>7.2.2</b> | <b>Droits de vote .....</b>                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>49</b> |
| <b>7.2.3</b> | <b>Transferts d'actions .....</b>                                                                                                                                                                                                                                              | <b>49</b> |
| <b>7.3</b>   | <b>Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % de Serma Technologies (article L. 233-11 du Code de Commerce) .....</b>                                                                 | <b>49</b> |
| <b>7.4</b>   | <b>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....</b>                                                                                                                                                           | <b>49</b> |
| <b>7.5</b>   | <b>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....</b>                                                                                                                | <b>49</b> |
| <b>7.6</b>   | <b>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote .....</b>                                                                                                     | <b>49</b> |
| <b>7.7</b>   | <b>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ...</b>                                                                                                                                                                                     | <b>50</b> |
| <b>7.8</b>   | <b>Règles applicables à la modification des statuts .....</b>                                                                                                                                                                                                                  | <b>50</b> |
| <b>7.9</b>   | <b>Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions ....</b>                                                                                                                                                                                | <b>50</b> |
| <b>7.10</b>  | <b>Impact d'un changement de contrôle sur les apports conclus par Serma Technologies .</b>                                                                                                                                                                                     | <b>50</b> |
| <b>7.11</b>  | <b>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de Surveillance de Serma Technologies, ses dirigeants et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique .....</b> | <b>51</b> |
| <b>8.</b>    | <b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE .....</b>                                                                                                                                                                                                        | <b>51</b> |

## 1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

### 1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et 235-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la société Financière Ampère Galilée, Société par Actions Simplifiée au capital de 48.209.600 euros, dont le siège social est situé 14, rue Galilée - 33600 Pessac, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bordeaux sous le numéro 809 856 792 (l'« **Initiateur** » ou « **Financière Ampère Galilée** »), a déposé le 24 juin 2015 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel elle s'engage à acquérir les actions de la société Serma Technologies, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 2.301.072 euros, dont le siège social est situé 14, rue Galilée - 33600 Pessac, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bordeaux sous le numéro 380 712 828 (« **Serma Technologies** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché d'Alternext Paris sous le code ISIN FR0000073728, au prix unitaire de 118 euros, payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par Financière Ampère Galilée, le 9 avril 2015, directement et indirectement, de la totalité du capital et des droits de vote de la société Financière Serma, actionnaire détenant 99,00% du capital de Serma Technologies.

En effet, aux termes d'un contrat intitulé « Protocole d'accord » en date du 4 mars 2015 et d'un acte réitératif en date du 9 avril 2015, l'Initiateur est devenu propriétaire, par voie d'apports et de cessions, de valeurs mobilières émises par les sociétés Financière Serma et Serma Participations.

Au résultat de ces opérations, l'Initiateur détient (i) directement l'intégralité des 10.500.350 actions ordinaires émises par Financière Serma ; (ii) directement et indirectement (via Serma Participations) l'intégralité des 10.499.600 actions à bons de souscription d'actions émises par Financière Serma ; et (iii) l'intégralité des 10.500.000 obligations convertibles émises par Financière Serma (ci-après ensemble le « **Bloc de Contrôle** »).

Le changement de contrôle direct de Financière Serma entraîne donc un changement de contrôle indirect de Serma Technologies, société cotée sur le marché d'Alternext Paris. L'Offre est ainsi déposée en application des dispositions de l'article 235-2 du Règlement général de l'AMF.

### 1.2 Termes de l'Offre

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs actions Serma Technologies en contrepartie d'une somme en numéraire de 118 euros par action.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 du projet de note d'information de Financière Ampère Galilée déposé le 24 juin 2015 auprès de l'AMF et disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions Serma Technologies non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, soit 11.472 actions représentant 1% du capital et des droits de vote.

### 1.3 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant dix (10) jours de négociation.

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif pur doivent demander l'inscription de leurs titres au nominatif administré chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions (tels que les droits de vote doubles). En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur devront demander au teneur de compte-titres nominatif de la Société, à savoir à ce jour CACEIS, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions Serma Technologies apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur, Invest Securities, agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur. Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront céder leurs actions sur le marché et le règlement-livraison s'effectuera au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions Serma Technologies à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 du Projet de Note d'Information.

## **2. CONTEXTE DE L'OFFRE**

Il est rappelé que l'Offre fait suite au franchissement par l'Initiateur du seuil de 50 % du capital et des droits de vote de Serma Technologies à la suite du transfert au profit de Financière Ampère Galilée d'un bloc de titres lui conférant l'intégralité du capital et des droits de vote de Financière Serma et, indirectement, plus de la moitié du capital et des droits de vote de Serma Technologies.

L'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur résulte du processus de négociation entre Chequers Capital XV FPCI, M. Philippe Berlié et l'équipe de direction du groupe et FPCI Axa Expansion Fund III.

Financière Ampère Galilée est une holding d'acquisition créée pour les besoins des opérations décrites ci-dessus. Son capital est réparti de la manière suivante :

| Associés                     | Nombre d'actions et de droits de vote | % du capital et des droits de vote |
|------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|
| Philippe Berlié              | 12.200.102                            | 25,31                              |
| Marc Dus                     | 1.605.100                             | 3,33                               |
| Bernard Ollivier             | 1.300.100                             | 2,70                               |
| Jean Guilbaud                | 750.100                               | 1,56                               |
| Richard Pedreau              | 1.012.998                             | 2,10                               |
| Olivier Duchmann             | 850.100                               | 1,76                               |
| FPCI Axa Expansion Fund III  | 18.632.265                            | 38,65                              |
| MACSF Epargne Retraite       | 2.043.735                             | 4,24                               |
| Ampère Galilée Participation | 9.815.000                             | 20,36                              |
| <b>Total</b>                 | <b>48.209.500</b>                     | <b>100,00</b>                      |

Le tableau ci-après présente par ailleurs les titres donnant accès au capital émis par l'Initiateur :

| Porteur                     | Obligations convertibles de catégorie 1 | Obligations convertibles de catégorie 2 |
|-----------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------|
| FPCI Axa Expansion Fund III | 7.990.535                               | 5.338.503                               |
| MACSF Epargne Retraite      | 876.465                                 | 585.569                                 |
| Total                       | 8.867.000                               | 5.924.072                               |

### 3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SERMA TECHNOLOGIES

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de Serma Technologies se sont réunis le 30 juin 2015 sous la présidence de Monsieur René Corbepin, Président du Conseil de Surveillance.

Monsieur René Corbepin, Monsieur Michel ORTONNE et Monsieur Georges LADEVEZE assistaient à la réunion.

Madame Agnès PAILLARD était absente et excusée.

Le Conseil de Surveillance a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents :

« *Le Conseil de Surveillance, après avoir notamment pris connaissance :*

- *du communiqué de presse de l'Initiateur en date du 17 juin 2015 et du communiqué de dépôt de l'Initiateur en date du 24 juin 2015 ;*

- *du projet de note d'information établi par l'Initiateur et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 24 juin 2015, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur concernant en particulier les activités et la stratégie de la Société ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre ;*

- du projet de note en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers, qui sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'Offre ;

- du rapport du cabinet Détroyat Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, nommé en application des dispositions de l'article 261-1 I, 1° du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **Expert Indépendant** »), relatif aux conditions financières de l'Offre ;

Après avoir examiné le rapport du cabinet Détroyat Associés concluant que le prix offert de 118 euros par action de la Société est équitable,

Et après avoir constaté que :

(i) l'Initiateur détient directement et indirectement la totalité du capital et des droits de vote de la société Financière Serma, actionnaire détenant 99,00 % du capital de Serma Technologies et que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société ;

(ii) l'Initiateur a indiqué qu'il entend, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, poursuivre, au cours des douze prochains mois, les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne sera pas affectée par l'Offre ;

(iii) l'Initiateur a confirmé qu'il ne prévoit pas, au cours des douze prochains mois, de modifier la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et qu'en outre il n'envisage pas de modification de la composition des organes sociaux et de la direction de la Société ;

(iv) le prix de 118 euros par action offert dans le cadre de l'Offre fait ressortir une prime par rapport à toutes les méthodes retenues pour l'appréciation de la valorisation de Serma Technologies (DCF, comparables boursiers et transactions récentes sur le capital) ;

(v) les termes de l'Offre se comparent favorablement aux différents critères de valorisation présentés par l'Expert Indépendant dans son rapport qui conclut au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société du prix de 118 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre ;

(vi) l'Offre représente pour les actionnaires minoritaires de la Société qui souhaiteraient céder leurs titres une opportunité de sortie à un prix supérieur au prix d'acquisition du Bloc de Contrôle (faisant ressortir par transparence une valeur par action Serma Technologies de 103,57 euros) ;

Décide, au regard des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, statuant à l'unanimité des membres présents ou représentés :

- d'approuver le projet de note en réponse établi par la Société ;

- d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre, qu'il considère comme étant conforme tant aux intérêts de la Société qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés et recommande aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre. »

Il est enfin précisé que la Société ne détient pas d'actions auto-détenues.

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE**

Parmi les membres du Conseil de Surveillance, seule Madame Agnès PAILLARD détient des actions de la Société.

Madame Agnès PAILLARD, absente lors de la séance du Conseil de Surveillance du 30 juin 2015, ne s'est pas prononcée sur le point de savoir si elle avait l'intention d'apporter ses titres à l'Offre.

#### **5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

En application de l'article 261-1 I, 1° du Règlement général de l'AMF, le cabinet Détrøyt Associés a été désigné le 9 juin 2015 par la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Ce rapport est reproduit ci-après.



**SERMA TECHNOLOGIES**

**RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE**

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR  
FINANCIERE AMPERE GALILEE SUR LES TITRES DE  
SERMA TECHNOLOGIES**

30 Juin 2015

---

## Sommaire

|                       |                                                                                            |           |
|-----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b><u>I.</u></b>      | <b><u>Missions et moyens</u></b>                                                           | <b>10</b> |
| <b><u>II.</u></b>     | <b><u>Présentation de Serma Technologies</u></b>                                           | <b>14</b> |
| <u>II.1.</u>          | <u>Historique</u>                                                                          | 14        |
| <u>II.2.</u>          | <u>Activités</u>                                                                           | 15        |
| <u>II.3.</u>          | <u>Analyse financière et stratégique</u>                                                   | 17        |
| <u>II.4.</u>          | <u>Evolution de long terme du cours de bourse</u>                                          | 20        |
| <u>II.5.</u>          | <u>Actionnariat et organigramme</u>                                                        | 21        |
| <b><u>III.</u></b>    | <b><u>Valorisation de Serma Technologies</u></b>                                           | <b>22</b> |
| <u>III.1.</u>         | <u>Détermination du nombre d'actions</u>                                                   | 22        |
| <u>III.2.</u>         | <u>Ajustements dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</u> | 23        |
| <b><u>IV.</u></b>     | <b><u>Les méthodes écartées pour la valorisation de Serma Technologies</u></b>             | <b>24</b> |
| <u>IV.1.</u>          | <u>Méthode de l'Actif Net Réévalué</u>                                                     | 24        |
| <u>IV.2.</u>          | <u>Méthode de l'Actif Net Comptable</u>                                                    | 24        |
| <u>IV.3.</u>          | <u>Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours</u>              | 24        |
| <u>IV.4.</u>          | <u>Analyse du cours de bourse</u>                                                          | 25        |
| <b><u>V.</u></b>      | <b><u>Les méthodes retenues</u></b>                                                        | <b>26</b> |
| <u>V.1.</u>           | <u>Méthode de valorisation intrinsèque : DCF to firm et DCF to equity</u>                  | 26        |
| <u>V.2.</u>           | <u>Transaction récente portant sur le capital de la Société</u>                            | 32        |
| <u>V.3.</u>           | <u>Méthode analogique des multiples boursiers (à titre secondaire)</u>                     | 32        |
| <u>V.4.</u>           | <u>Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)</u>                           | 36        |
| <b><u>VI.</u></b>     | <b><u>Analyse des travaux du conseil de l'Initiateur</u></b>                               | <b>37</b> |
| <b><u>VII.</u></b>    | <b><u>Conclusion de DA sur l'analyse du prix de l'Offre</u></b>                            | <b>39</b> |
| <b><u>Annexes</u></b> |                                                                                            | <b>41</b> |

## I. Missions et moyens

### *Mission de Détroyat Associés*

Dans un communiqué publié le 19 juin 2015, la SAS Financière Ampère Galilée (ci-après l'« Initiateur » ou « Financière Ampère Galilée ») a annoncé le lancement d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« Offre ») visant les titres donnant accès au capital de Serma Technologies (ci-après la « Cible » ou la « Société » ou « Serma Technologies »). Le Président du Directoire de Serma Technologies a mandaté le 9 juin 2015 Détroyat Associés<sup>1</sup> (ci-après désigné « DA »), représenté par Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I, 1° du Règlement général de l'AMF et conformément à l'instruction de l'AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (ci-après la « Mission »). Cette décision a été ratifiée le 30 juin 2015 par le Conseil de Surveillance de Serma Technologies.

L'Offre fait suite à l'acquisition, le 9 avril 2015, par Financière Ampère Galilée de l'intégralité du capital de la société Financière Serma, elle-même actionnaire à hauteur de 99,00 % de Serma Technologies.

Le communiqué de presse daté du 17 juin 2015 et diffusé par Serma Technologies le 19 juin 2015, précise que l'acquisition de Financière Serma par l'Initiateur correspond implicitement à un prix de 103,57 € par action Serma Technologies.

Les actions Serma Technologies sont admises aux négociations sur le marché Alternext Paris, sous le code ISIN FR0000073728, mnémonique ALSER.

A ce jour, l'Initiateur possède directement ou indirectement 99,00 % du capital et des droits de vote de la Société.

Dans le cadre de cette Offre, l'Initiateur s'engage à acquérir au prix unitaire de 118,00 euros par action la totalité des actions Serma Technologies non détenues directement ou indirectement par lui-même, soit 11 472 actions, représentant 1,00% du capital, et 1,00% des droits de vote de la Société.

DA est chargé d'établir un rapport d'expertise (ci-après le « Rapport ») sur les conditions de l'Offre portant sur le caractère équitable du prix par action qui serait proposé aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre.

---

<sup>1</sup> Détroyat Associés et Associés en Finance ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014. La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Les personnes de DA et Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président et responsable de la Mission, Aurélien Bricout, Associé, Benjamin Fitoussi et Pierre Charmion, Analystes Financiers, ainsi que Catherine Meyer, Associée, en charge du contrôle qualité.

### *Contexte*

Le 4 mars 2015, l'Initiateur a signé un protocole d'accord avec les actionnaires de Financière Serma, confirmé par un acte réitératif le 9 avril 2015, afin d'acquérir directement et indirectement les actions et les droits de vote composant le capital social de Serma Technologies. L'Initiateur a fait l'objet d'apports en nature de Financière Serma et de Serma Participations et a eu recours à des augmentations de capital en numéraire ainsi qu'à des obligations convertibles.

A l'issue de cette évolution capitalistique, le fonds d'investissement Chequers Capital est remplacé par Ardian, qui devient directement et indirectement (via Financière Ampère Galilée et Financière Serma) actionnaire de référence de Serma Technologies.

Ainsi, la société par actions simplifiée Financière Ampère Galilée (14 rue de Galilée, 33600 Pessac) a franchi à la hausse, indirectement par l'intermédiaire de la société Financière Serma qu'elle contrôle, les seuils de 50,00% et 95,00% du capital et des droits de vote de la société Serma Technologies et détient directement et indirectement, 1 139 064 actions Serma Technologies représentant 1 631 878 droits de vote, soit 99,00 % du capital et des droits de vote de la Société.

### *Indépendance*

DA et Associés en Finance confirment ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendants de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, DA, Associés en Finance et leurs salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la Société, de l'Initiateur ou de leurs actionnaires au cours des deux dernières années ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des deux dernières années ;

- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne se sont vus confier aucune mission – outre celle faisant l'objet de la présente Lettre de Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter leur indépendance. Ni Associés en Finance ni DA ne sont en particulier intervenus sur des missions d'expertise indépendante dont Invest Securities était établissement présentateur au cours des dix-huit derniers mois.

### *Avertissement*

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par Serma Technologies, Financière Ampère Galilée, Invest Securities (établissement présentateur), soit étaient publiques.

Serma Technologies et Financière Ampère Galilée nous ont certifié qu'il n'existait pas d'accords connexes à la présente Offre entre ces différentes entités, le management de Serma Technologies ou des actionnaires minoritaires qui seraient susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre.

DA n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Serma Technologies fait ou pourrait faire l'objet. De manière générale, nous avons tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. DA ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Notre rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Serma Technologies quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

### *Déroulement de la mission de DA*

DA a été mandaté par la Société le 9 juin 2015. La mission de DA s'est déroulée du 10 juin 2015 au 30 juin 2015, date à laquelle la note en réponse a été communiquée à l'Autorité des Marchés Financiers.

Au cours de cette période, DA a eu des contacts réguliers (physiques ou par téléphone) avec les différentes personnes prenant part à l'opération.

Les diligences conduites depuis notre désignation le 9 juin 2015 ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier les conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Nous avons pour cela eu des contacts avec la Société, au cours de réunions de travail téléphoniques, mais également par voie de courriers électroniques.

Nous avons également eu des contacts avec Ardian, actionnaire de référence et membre du Comité de surveillance de l'Initiateur, ainsi qu'avec les représentants de la banque présentatrice de l'Offre, Invest Securities. Enfin, nous avons eu des contacts avec Jeantet Associés, conseil juridique de l'Initiateur, et Maître Frédérique Lumeau, conseil juridique de la Société.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité de la Société et son positionnement concurrentiel, (ii) les comptes consolidés historiques de Serma Technologies jusqu'au 31 décembre 2014, (iii) le plan d'affaires et les perspectives d'activité de la Société sur les prochains exercices dans son périmètre actuel, et (iv) les motifs de l'Offre.

Dans le cadre de l'exécution de la Mission, nous avons examiné différents documents et éléments d'information communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions. La liste des principaux documents utilisés est indiquée en annexe du présent Rapport.

Nous avons eu accès au plan d'affaires établi par la Société (ci-après le « Plan d'Affaires »). Il couvre les exercices 2015, 2016, 2017 et 2018 et détaille le compte de résultat et les principaux éléments de flux de trésorerie – besoin en fonds de roulement et investissements – jusqu'au 31 décembre 2018. Pour mener sa Mission, DA s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données (modèle Trival® d'Associés en Finance), sur les entretiens détaillés en annexe et sur les diverses sources d'informations disponibles.

## II. Présentation de Serma Technologies

### II.1. Historique

Créée en 1991 à Pessac en Gironde, Serma Technologies est une société de services et d'ingénierie technologique proposant des activités de conseil, expertise, analyse, contrôle et tests spécialisées dans le domaine de l'électronique.

Historiquement, la Société fut fondée en tant que laboratoire d'analyse et d'expertise des composants. Ayant développé des expertises en maîtrise des procédés industriels, en technologies intrinsèques et en processus d'intégration, Serma Technologies intervient à tous les stades du cycle de vie des produits (marketing, R&D, industrialisation, production et maintien en condition opérationnelle).

Serma Technologies a fait son entrée sur le Marché Libre de la bourse de Paris en 1999 cédant tout d'abord 5,0 % de son capital, puis a été transférée sur Alternext au cours de l'année 2005. La Société s'est depuis développée par d'importantes opérations de croissance externe.

#### Historique de Serma Technologies depuis sa création

|                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                   |      |      |      |      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Apport par IBM et Thomson de leurs activités d'expertise en composants électroniques</li><li>▪ Création du CESTI</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Acquisition de 60% de ID.MOS<br/><i>13 personnes – 4 M€</i></li><li>▪ Acquisition de SEAL Industries<br/><i>45 personnes – 8 M€</i></li><li>▪ Fusion de SERESO et SEAL Industries pour former SERMA Ingénierie</li></ul>       | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Vente à Bureau Veritas du centre d'expertise sur les matériaux de Belfort</li><li>▪ Restructuration du capital et création de la holding Groupe SERMA</li><li>▪ Philippe Berlié nommé Président du Directoire</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Acquisition de HCM<br/><i>47 personnes – 8,5 M€</i></li><li>▪ Acquisition de Productivity Engineering en Allemagne<br/><i>18 personnes – 6,1 M€</i></li><li>▪ Déménagement des laboratoires et du siège social de SERMA Technologies à Pessac</li></ul> |                                                                                                                                   |      |      |      |      |
| 1991                                                                                                                                                               | 1995                                                                                                                                                                                                                                                                   | 1999                                                                                                                                                                                                                                                            | 2002                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 2005                                                                                                                              | 2007 | 2009 | 2012 | 2015 |
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Création de SERMA</li><li>▪ Fusion de SERMA et ICE</li></ul>                                                               | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Introduction au Marché Libre de la Bourse de Paris</li><li>▪ Acquisition de TTS en Allemagne dans les Télécoms<br/><i>35 personnes – 5 M€</i></li><li>▪ Acquisition de SERESO et BTMS<br/><i>60 personnes – 9 M€</i></li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Transfert de marché sur ALTERNEXT</li><li>▪ Acquisition de SURLOG<br/><i>14 personnes – 1,2 M€</i></li></ul>                                                                                                            | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Acquisition de 67,5% de Axeneon en Allemagne devenant SERMA GmbH<br/><i>70 personnes – 6 M€</i></li><li>▪ Implantation en partenariat avec le CEA à Chambéry</li><li>▪ Rachat de SERMA par ses dirigeants</li></ul>                                     | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Acquisition d'un Microscope Electronique à Transmission<br/><i>Plus de 1 M€</i></li></ul> |      |      |      |      |

Tableau 1  
Source : Société

## **II.2. Activités**

L'activité de Serma Technologies s'articule autour de 4 axes stratégiques dans le domaine de l'électronique : Technologies et procédés, Micro-électronique, Ingénierie des systèmes embarqués, et Sécurité des systèmes.

### **II.2.a. Technologies et procédés**

Serma Technologies conseille ses clients sur la qualité, la fiabilité, la robustesse et la gestion de la sécurité et de la protection en milieu professionnel ainsi que sur le contrôle des systèmes électroniques :

- Spécialisée dans la maîtrise des technologies de l'électronique, Serma Technologies intervient sur le « hardware » (analyse des composants, cartes et systèmes électroniques) et sur le « software » (analyse de sécurité). La Société intervient aussi dans le cadre de missions portant sur la sécurité des technologies de l'information ;
- Pour la réalisation de ces missions, Serma Technologies s'appuie sur des moyens conséquents pour effectuer ses tests (expertises physiques, électriques, microélectroniques, sécuritaires et de stockage de l'énergie) dans ses laboratoires.

### **II.2.b. Micro-électronique**

Deux filiales de Serma Technologies interviennent dans le cadre des missions appartenant au domaine de la microélectronique : ID MOS et HCM.SYSTREL :

- ID MOS conçoit, industrialise et gère des circuits intégrés mixtes, analogiques et digitaux. Ces circuits peuvent ensuite potentiellement être inclus dans des modules électroniques montés, câblés et testés par ID MOS ;
- HCM.SYSTREL est spécialisée dans l'assemblage microélectronique, notamment de boîtiers standards ou « sur-mesure » ainsi que dans la réalisation des substrats céramiques qui peuvent être utilisés comme isolateurs dans des circuits à haute tension. Ces prestations sont principalement destinées aux marchés à environnement sévère (défense, spatial, nucléaire, médical implanté, etc.). La Société effectue donc de nombreux tests sur ces produits qui doivent être fiables et robustes afin d'être utilisés dans des conditions extrêmes (à des températures pouvant aller de -200 °C à +300 °C).

### **II.2.c. Ingénierie des systèmes embarqués**

Deux filiales de Serma Technologies interviennent dans le cadre des missions appartenant au domaine de l'ingénierie des systèmes embarqués : Serma Ingénierie et Serma GmbH :

- Serma Ingénierie conçoit, produit et maintient en conditions opérationnelles des systèmes électroniques embarqués, principalement pour l'aéronautique. Elle propose aussi des prestations à la carte autour de la conception, du développement, du prototypage, et des tests de systèmes électroniques embarqués ;
- Serma GmbH intervient en Allemagne dans le développement des systèmes embarqués électroniques, principalement dans le « hardware » et le « software », l'ingénierie mécanique, les tests et la gestion des projets.

### **II.2.d. Sécurité des systèmes**

Cette activité de conseil et d'expertise sécuritaire est menée par Serma Technologies :

- La Société peut conseiller un client sur la fixation de règles, par exemple lors de la production d'un produit, portant notamment sur les procédés de fabrication de composants électroniques, et veiller à leur application. Elle peut délivrer des formations à ses clients ;
- De plus, Serma Technologies, plus particulièrement le Centre d'Evaluation de la Sécurité des Technologies et de l'Information (CESTI), peut être mandaté pour expertiser la sécurité d'un système d'information (cartes bancaires, signature électronique, télévision à la carte, etc.). A cet effet, Serma Technologies détient une licence délivrée par l'Agence Nationale de la Sécurité des Systèmes d'Information (ANSSI) ;

## II.3. Analyse financière et stratégique

### Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Serma Technologies a connu une progression constante entre 2010 et 2014, passant de 55,2 M€ à 80,2 M€. Entre 2010 et 2012, le chiffre d'affaires a connu une croissance importante notamment grâce à l'intégration des acquisitions (Axeneon en 2009) et aux développements des activités tels que sûreté et sécurité logicielles (+34,0 % en 2011). En 2014, le chiffre d'affaires de Serma Technologies est de 80,2 M€, en croissance de +7,5 % par rapport à 2013 (cf. tableau 2).

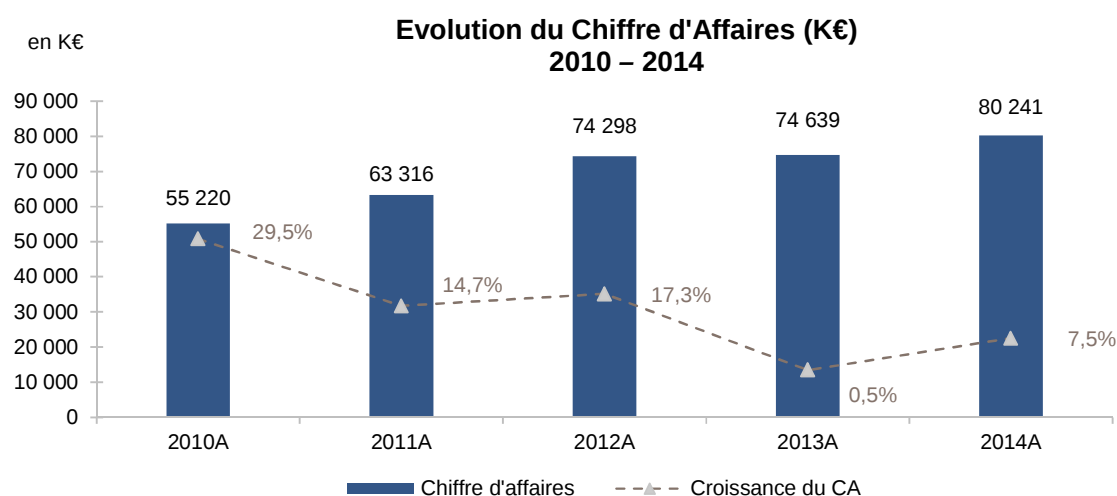


Tableau 2  
Source : Société

La Société tire ses revenus de plusieurs secteurs industriels (cf. tableau 3).

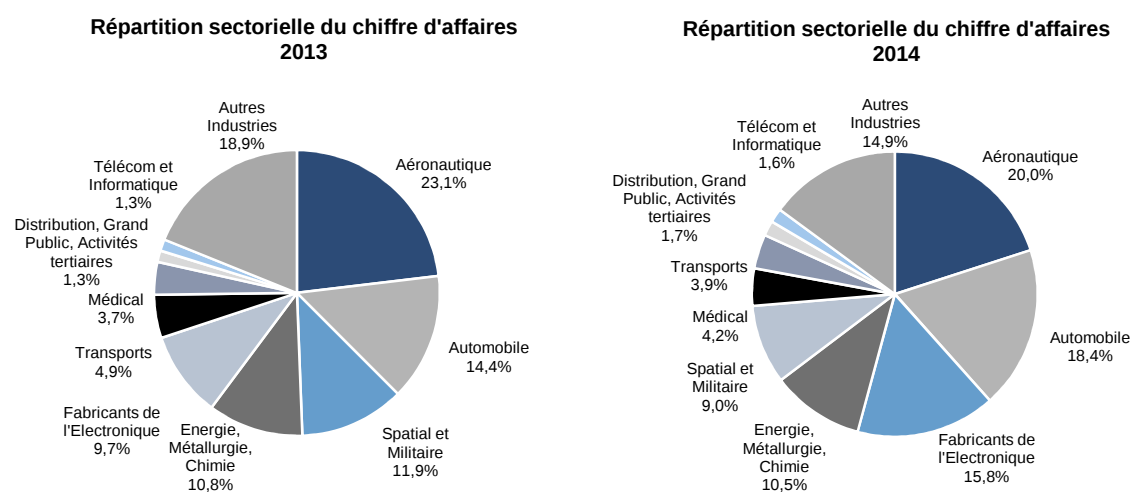


Tableau 3  
Source : Société

Serma Technologies compte parmi ses clients de grandes entreprises françaises et internationales : Airbus, Alstom, SNCF, Bosch, Renault, Essilor, Philips, Alcatel-Lucent, SFR, Texas Instruments, MasterCard, Samsung, etc.

### Marge opérationnelle

L'activité de Serma Technologies permet de dégager une marge relativement élevée, comme présenté dans la Tableau 4. Son positionnement unique et ses efforts déployés en recherche et développement permettent à la Société d'évoluer dans un environnement concurrentiel favorable.

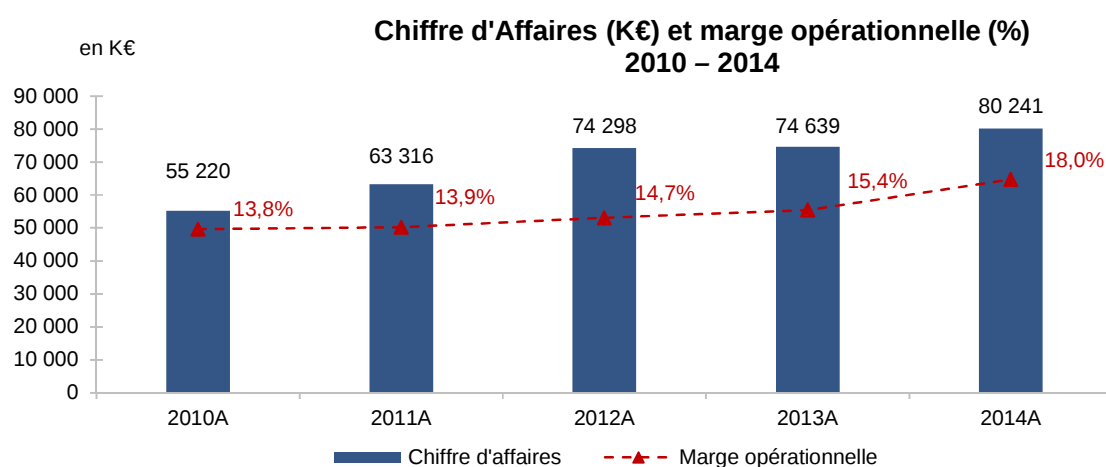


Tableau 4  
Source : Société

### Compte de résultat simplifié de Serma Technologies

| Au 31-déc. (en K€)                                            | 2010A           | 2011A           | 2012A           | 2013A           | 2014A           |
|---------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                                     | <b>55 220,0</b> | <b>63 316,0</b> | <b>74 298,0</b> | <b>74 639,0</b> | <b>80 241,0</b> |
| <i>Croissance</i>                                             | 29,5%           | 14,7%           | 17,3%           | 0,5%            | 7,5%            |
| Charges opérationnelles                                       | 49 622,0        | 55 875,0        | 65 614,0        | 65 707,0        | 69 455,0        |
| <i>Charges de personnel</i>                                   | 27 876,0        | 30 542,0        | 35 841,0        | 36 702,0        | 40 188,0        |
| <i>Impôts et taxes</i>                                        | 1 158,0         | 1 368,0         | 1 588,0         | 1 712,0         | 1 813,0         |
| <i>Coûts d'exploitation</i>                                   | 20 588,0        | 23 965,0        | 28 185,0        | 27 293,0        | 27 454,0        |
| Autres produits et charges opérationnels                      | 3 240,0         | 3 187,0         | 4 198,0         | 4 537,0         | 5 681,0         |
| <i>Crédit Impôts Recherche</i>                                | 2 345,0         | 2 277,0         | 2 885,0         | 3 559,0         | 4 955,0         |
| <b>EBITDA</b>                                                 | <b>8 838,0</b>  | <b>10 628,0</b> | <b>12 882,0</b> | <b>13 469,0</b> | <b>16 467,0</b> |
| <i>Marge d'EBITDA</i>                                         | 16,0%           | 16,8%           | 17,3%           | 18,0%           | 20,5%           |
| <i>Dotation aux amortissements</i>                            | 1 227,0         | 1 801,0         | 1 929,0         | 1 972,0         | 2 043,0         |
| <b>EBIT</b>                                                   | <b>7 611,0</b>  | <b>8 827,0</b>  | <b>10 953,0</b> | <b>11 497,0</b> | <b>14 424,0</b> |
| <i>Marge d'EBIT</i>                                           | 13,8%           | 13,9%           | 14,7%           | 15,4%           | 18,0%           |
| Résultat financier                                            | (46,0)          | (92,0)          | (119,0)         | (150,0)         | (50,0)          |
| Impôts                                                        | (1 975,0)       | (2 161,0)       | (2 897,0)       | (2 027,0)       | (3 490,0)       |
| Mise en équivalence                                           | (299,0)         | (353,0)         | (444,0)         | (504,0)         | (530,0)         |
| <b>Résultat net</b>                                           | <b>5 291,0</b>  | <b>6 221,0</b>  | <b>7 493,0</b>  | <b>8 816,0</b>  | <b>10 354,0</b> |
| <i>Marge nette</i>                                            | 9,6%            | 9,8%            | 10,1%           | 11,8%           | 12,9%           |
| <b>Dividendes versés aux actionnaires titre de l'exercice</b> | <b>3 233,0</b>  | <b>3 037,4</b>  | <b>2 853,3</b>  | <b>2 818,8</b>  | <b>13 921,5</b> |

Tableau 5

Source : Société

La période 2010/2014 est marquée par une forte amélioration des marges d'EBITDA et d'EBIT, passant pour l'une de 16,0 % à 20,5 %, et pour l'autre de 13,8 % à 18,0%. Celles-ci ont notamment fortement progressé en 2014, du fait d'une forte hausse du Crédit Impôt Recherche (CIR) collecté par la Société (6,1 % du CA en 2014, contre 4,7 % en 2013). En valeur absolue, l'EBITDA et l'EBIT ont été pratiquement multipliés par 2. La marge nette, quant à elle, est en croissance constante, passant de 9,6 % en 2010 à 12,9 % en 2014.

## Bilan simplifié de Serma Technologies

| Au 31-déc. (en K€)            | 2010A           | 2011A           | 2012A           | 2013A           | 2014A           |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Goodwill                      | 4 092,0         | 4 300,0         | 6 671,0         | 7 218,0         | 6 762,0         |
| Immobilisations incorporelles | 1 175,0         | 1 281,0         | 1 305,0         | 1 239,0         | 1 522,0         |
| Immobilisations corporelles   | 4 684,0         | 5 136,0         | 8 617,0         | 8 353,0         | 7 404,0         |
| Créances d'exploitation       | 22 533,0        | 25 028,0        | 30 113,0        | 32 190,0        | 35 241,0        |
| <b>Actif d'exploitation</b>   | <b>32 484,0</b> | <b>35 745,0</b> | <b>46 706,0</b> | <b>49 000,0</b> | <b>50 929,0</b> |
| Immobilisations financières   | 204,0           | 211,0           | 225,0           | 445,0           | 373,0           |
| Trésorerie                    | 7 348,0         | 7 901,0         | 8 811,0         | 13 805,0        | 18 858,0        |
| <b>Total Actif</b>            | <b>40 036,0</b> | <b>43 857,0</b> | <b>55 742,0</b> | <b>63 250,0</b> | <b>70 160,0</b> |
| Fonds propres                 | 17 892,0        | 20 827,0        | 25 221,0        | 31 138,0        | 38 672,0        |
| Provisions                    | 890,0           | 1 126,0         | 1 940,0         | 2 348,0         | 2 493,0         |
| Dette financière              | 4 528,0         | 4 311,0         | 9 873,0         | 10 466,0        | 7 472,0         |
| Dettes d'exploitation         | 16 725,0        | 17 593,0        | 18 709,0        | 19 298,0        | 21 524,0        |
| <b>Total Passif</b>           | <b>40 036,0</b> | <b>43 857,0</b> | <b>55 742,0</b> | <b>63 250,0</b> | <b>70 160,0</b> |

Tableau 6  
Source : Société

Le bilan de la Société met en évidence la détention de faibles montant d'actifs corporels et une trésorerie nette positive sur la majeure partie des exercices précédents. De par son activité de services à forte valeur ajoutée, la Société n'a pas vocation à détenir de dettes financières significatives.

## II.4. Evolution de long terme du cours de bourse

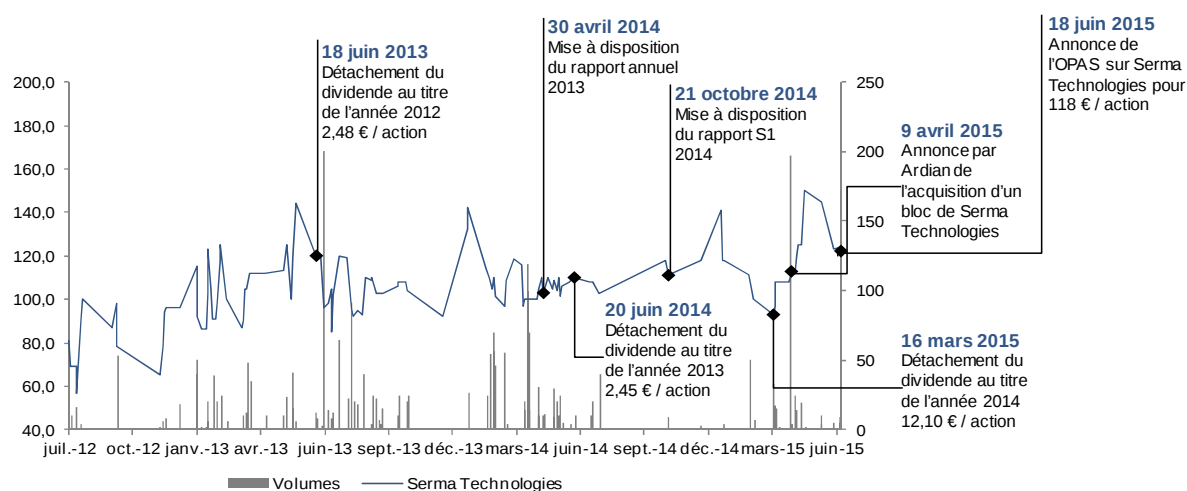


Tableau 7  
Source : Bloomberg, Capital IQ

Serma Technologies est cotée depuis 1999 (d'abord sur le Marché Libre, puis sur Alternext depuis 2005). Au cours des 36 derniers mois, le cours de Serma Technologies a évolué dans un tunnel compris entre 57 € et 150 €. Sur cette période, les volumes échangés étaient systématiquement inférieurs à 200 titres par séance, avec une moyenne à 21 échanges par séance (soit 0,18 % du flottant).

De plus, sur les 36 derniers mois, Serma Technologies n'a fait l'objet d'une cotation que sur 124 séances (contre environ 750 attendues). Le parcours boursier erratique observé est ainsi l'effet d'une liquidité très limitée (cf. analyse de la liquidité ci-dessous) avec de faibles échanges.

## II.5. Actionnariat et organigramme

### II.5.a. Actionnariat

#### Actionnariat de la Société au 21 avril 2015

| Répartition du capital et<br>des droits de vote | Capital          |               | Droits de vote   |               |
|-------------------------------------------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
|                                                 | Nombre d'actions | %             | Nombre de droits | %             |
| Financière Serma                                | 1 139 063        | 99,0%         | 1 631 877        | 98,9%         |
| Financière Ampère Galilée                       | 1                | 0,0%          | 1                | 0,0%          |
| Flottant                                        | 11 472           | 1,0%          | 18 935           | 1,1%          |
| <b>TOTAL</b>                                    | <b>1 150 536</b> | <b>100,0%</b> | <b>1 650 813</b> | <b>100,0%</b> |

Tableau 8  
Source : Société

## II.5.b. Organigramme

### Organigramme de la Société au 21 avril 2015

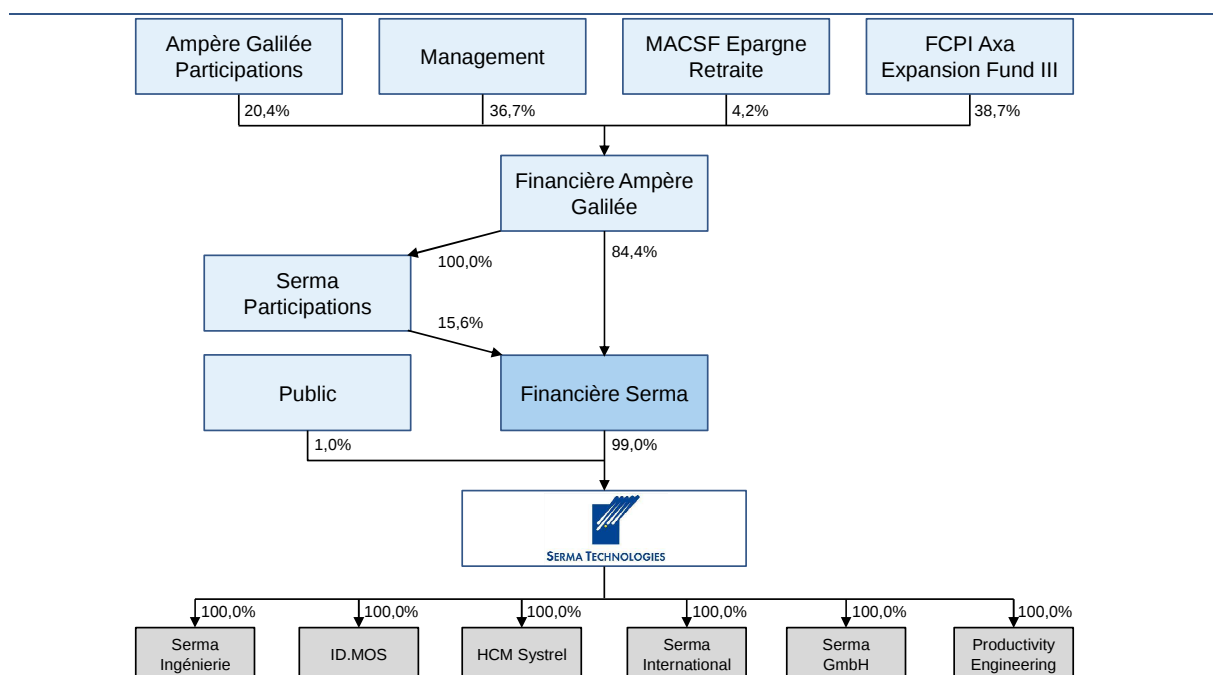


Tableau 9  
Source : Société

Ampère Galilée Participations est une société détenue par les cadres de Serma Technologies.

## III. Valorisation de Serma Technologies

L'évaluation de la Société est réalisée à la date du 18 juin 2015, veille de l'annonce de l'Offre par voie de communiqué de presse.

### III.1. Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions existantes composant le capital social de la Société, à la date du projet de note d'information de l'Initiateur, s'élève à 1 150 536 actions. Il n'existe, à notre connaissance, aucune action d'autocontrôle. La Société n'a émis aucun instrument financier, négociable ou non, donnant droit immédiatement ou à terme à des actions Serma Technologies.

### III.2. Ajustements dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Certaines méthodes de valorisation utilisées dans le cadre de ce présent rapport permettent de déterminer une valeur d'entreprise de Serma Technologies au 18 juin 2015.

La part de cette valeur qui peut être considérée comme revenant aux actionnaires de la Société est estimée en déduisant de la valeur d'entreprise (i) l'ensemble des engagements portés par les établissements de crédit nets de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement, (ii) le cas échéant, la valeur de la participation des actionnaires ayant un intérêt minoritaire dans certaines filiales du groupe consolidées globalement, (iii) les provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme certain et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie, (iv) d'autres éléments hors exploitation (dettes exigibles nettes d'autres actifs liquides) inscrits dans les comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2014, enfin, (v) les éléments post clôture ayant un impact sur le niveau de trésorerie disponible de la Société. Les montants retenus pour ces éléments sont les suivants :

| Eléments de passage                                                   | en M€        |
|-----------------------------------------------------------------------|--------------|
| +/- Trésorerie nette ajustée / (Dette nette ajustée)                  | 11,4         |
| - Provisions nettes d'impôt                                           | (1,6)        |
| - Intérêts minoritaires                                               | -            |
| + Titres de participation                                             | 0,0          |
| - Dividendes distribués post clôture, au titre de l'exercice 2014     | (13,9)       |
| <b>Total à ajouter / (déduire) de la valeur de l'actif économique</b> | <b>(4,1)</b> |

Tableau 10  
Source : Société, DA

Le dividende distribué post-clôture au titre de l'exercice 2014 est pris en compte comme élément de passage du fait de son caractère exceptionnel. En effet, ayant constitué une trésorerie nette importante à fin 2014 suite à plusieurs exercices où le dividende avait été modéré, la Société a décidé de distribuer un dividende en très forte hausse au titre de l'exercice 2014 (13,9 M€ contre 2,8 M€ au titre de l'exercice 2013).

## IV. Les méthodes écartées pour la valorisation de Serma Technologies

### IV.1. Méthode de l'Actif Net Réévalué

La détermination d'une valeur d'actif net réévalué nécessite d'apprécier séparément la valeur des différents actifs inscrits au bilan de l'entreprise et de déduire du total ainsi obtenu la somme des passifs exigibles réévalués. C'est une méthode adaptée à des groupes diversifiés pour lesquels les données financières prévisionnelles ne peuvent être analysées directement – par exemple parce qu'elles recouvrent des activités très distinctes – ou à des entreprises qui possèdent des actifs dont la valeur n'est pas reflétée dans les flux d'exploitation (ex. : actifs immobiliers hors exploitation ou pouvant être cédés et reloués). Dans le cas de Serma Technologies, la valeur de l'ensemble des actifs nous paraît pouvoir être appréhendée par leur contribution à la rentabilité d'exploitation anticipée.

### IV.2. Méthode de l'Actif Net Comptable

La détermination d'une valeur d'actif net comptable (ANC) nécessite d'apprécier la valeur comptable des capitaux propres, rapportée à une action. Cette méthode ne tient pas compte de la capacité de la Société à générer des flux futurs de trésorerie.

A titre d'information, nous présentons le résultat de la valorisation extériorisée par la méthode de l'ANC :

| En M€                                      | 31-déc-14    |
|--------------------------------------------|--------------|
| Capital social                             | 2,3          |
| Primes                                     | 4,4          |
| Réserves                                   | 32,0         |
| <b>Capitaux propres part du groupe</b>     | <b>38,7</b>  |
| / Nombre d'actions                         | 1 150 536,0  |
| <b>Actif net comptable (en € / action)</b> | <b>33,61</b> |

Tableau 11  
Source : Société, DA

### IV.3. Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours

Serma Technologies n'est pas suivie par des analystes financiers et ne fait pas l'objet de recommandation boursière.

#### IV.4. Analyse du cours de bourse

Avant le 9 avril 2015 et l'annonce de l'acquisition indirecte par Financière Ampère Galilée d'environ 99 % du capital de la Société, la dernière cotation de Serma Technologies s'établissait à 107,9 €, en clôture de la séance du 7 avril 2015. A cette date, et deux jours avant la publication du communiqué relatif à l'acquisition, l'action de la Société a évolué dans des volumes particulièrement importants par rapport à sa moyenne quotidienne (197 actions échangées contre 23 actions échangées dans une séance moyenne depuis janvier 2014), mais a clôturé stable par rapport à sa dernière cotation. Suite à l'annonce du 9 avril 2015, et jusqu'à celle de l'Offre par un communiqué publié le 19 juin 2015, le cours de l'action de la Société a évolué dans une fourchette comprise entre une valeur minimale de 107,9 € le 12 avril 2015 et une valeur maximale atteinte le 29 avril 2015 à 150,0 €.

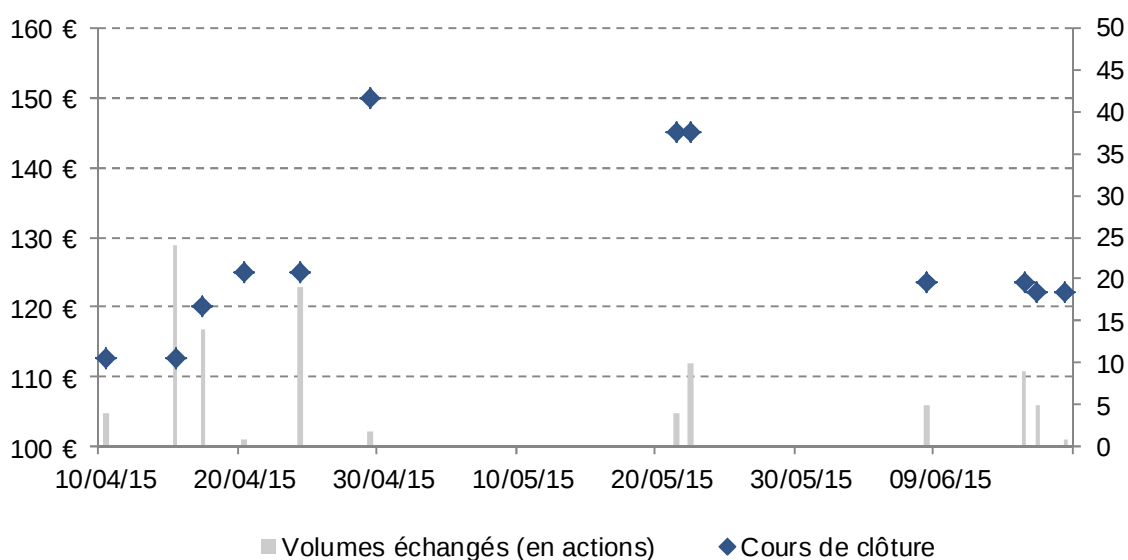


Tableau 12  
Source : Bloomberg

Sur cette période, les volumes échangés ont été extrêmement faibles, avec seulement 98 actions échangées soit 0,85 % du flottant de 11 472 actions et une cotation sur seulement 12 séances de bourse.

La liquidité constatée sur le titre est quasi-inexistante et, malgré l'annonce des évolutions capitalistiques, les échanges quotidiens n'ont jamais dépassé 24 actions ou un montant de 2702,2 € (séance du 15 avril 2015). Dans ces conditions, le cours de bourse de la Société est extrêmement sensible et de très faibles montants échangés sont susceptibles d'occasionner d'importantes variations. Pour exemple, le 29 avril 2015, le cours de Serma Technologies est passé de 125 € à 150 € (+20,0 %) suite à l'échange de seulement 2 actions, soit un montant échangé de 300,0 €. Le cours de l'action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour la valorisation de la Société.

## **V. Les méthodes retenues**

### **V.1. Méthode de valorisation intrinsèque : *DCF to firm* et *DCF to equity***

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, des éléments de contexte économique et concurrentiel, du Plan d'Affaires 2014/2018 communiqué par la Société, et des échanges menés avec son management, Serma Technologies a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre de son modèle de valorisation Trival®, qui couvre plus de 500 sociétés cotées.

Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par l'équipe interne d'analystes financiers d'Associés en Finance et de DA : un modèle de valorisation «DCF to equity», qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation «DCF to firm» qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, « DCF to equity » et « DCF to firm », sont liés à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont diffusées par DA et Associés en Finance auprès de leurs clients indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise. Les hypothèses clés retenues dans la détermination des données financières prospectives sont présentées ci-après.

### **V.1.a. Principales hypothèses des données prévisionnelles**

Les données financières prévisionnelles sont établies sur la base du périmètre d'activité existant au 31 décembre 2014, sans prise en compte d'éventuelles opérations futures de croissance externe.

Le Plan d'Affaires 2014/2018 transmis par la Société sert de base de calcul à nos prévisions financières. Celles-ci sont établies pour deux années supplémentaires (2019 et 2020), puis prorogées jusqu'en 2050 avec une année pivot en 2035. En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres non distribués en 2050 (modèle de flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, « DCF to equity ») ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2050 (modèle « DCF to firm » d'actualisation des cash-flows générés). Bien entendu, plus la société distribue de dividendes d'ici 2050, plus la valeur des fonds propres résiduels diminue.

Le Plan d'Affaires sur la période 2014/2018 transmis par la Société intègre une croissance du chiffre d'affaires équivalente avec la croissance qu'a connue la Société sur la période 2010/2015 (plus de 9,0 % par an en moyenne). Cette hypothèse de croissance s'appuie sur la progression des volumes d'activité des principaux clients, le lancement de nouveaux produits, la prospection de nouveaux clients étrangers et la réalisation de synergies grâce à son savoir-faire global acquis par la réalisation des nombreux projets de R&D en cours auprès de différents partenaires. Le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires utilisé dans la modélisation décroît ensuite progressivement à partir de 2019, pour atteindre +2,5 % en 2035 et +1,8 % en 2050, légèrement supérieur aux anticipations d'inflation à long-terme.

La marge d'EBITDA (hors Crédit Impôts Recherche) est en progression sur la durée du Plan d'Affaires et croît au-dessus de son niveau de 2014 jusqu'en 2018. L'EBITDA inclut le Crédit Impôts Compétitivité Emploi (CICE), déduit des charges sociales versées par la Société, qui représentait 1,1 % du chiffre d'affaires en 2014. Le CICE est maintenu à 1,0 % du chiffre d'affaires sur la période 2015/2018, ainsi que pour la suite de la modélisation. La progression de la marge d'EBITDA prévue par le Plan d'Affaires est soutenue par la mise en commun des savoir-faire acquis par la Société auprès de ses différents partenaires, le lancement d'offres globales génératrices de synergies commerciales et un effet volume permettant une meilleure couverture des coûts fixes. Par la suite, la marge d'EBITDA prévue dans la modélisation décroît pour atteindre 10 % en 2035 et 7,5 % en 2050.

Les efforts réalisés par la Société en termes de R&D lui permettent de se différencier de ses principaux concurrents et de collecter des montants de Crédits Impôts Recherche (CIR) importants. En 2014, la Société bénéficiait de 5,0 M€ de CIR, soit 6,2 % du chiffre d'affaires réalisé. Ce niveau n'en reste pas moins exceptionnel et, sur la période du Plan d'Affaires, le CIR décroît en pourcentage du chiffre d'affaires. La Société sélectionne chaque année une vingtaine de projets de recherche, parfois menés en parallèle pour différents clients, pour des dépenses totales de plus de 10 M€ par an. Après 2018, le CIR décroît linéairement au fur et à mesure de l'arrivée à maturité du modèle économique de la Société, atteignant 2,0 % en 2035 puis 0,0 % en 2050.

Les investissements prévus dans le Plan d'Affaires sont en moyenne légèrement supérieurs à 2,0% du chiffre d'affaires. Ces chiffres sont inférieurs aux investissements réalisés par la Société sur les quatre années de forte croissance précédentes (2011/2014), où ils avaient été de 2,9 % du chiffre d'affaires. Cependant, la Société estime que l'essentiel des besoins d'investissement les plus importants ont été réalisés et que les nouveaux investissements concerneront désormais plus particulièrement l'activité de laboratoire. Les investissements sont maintenus à 2,0 % du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la modélisation.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) de la Société est estimé à 57 jours de chiffres d'affaires dans le Plan d'Affaires 2014/2018. Avec la normalisation de la croissance à partir de 2019, le BFR est maintenu à 55 jours d'activité, conforme à sa moyenne sur la période 2009/2014.

Le taux d'impôts théorique avant CICE et CIR retenu sur l'ensemble de la modélisation est de 33,33 %, dans la continuité de sa moyenne historique sur la période 2009/2014 (33,1 %).

Le modèle « DCF to Equity » nécessite également l'estimation d'une contrainte d'endettement ou de trésorerie en fin d'exercice (le levier cible), afin de déterminer les flux disponibles pour l'actionnaire. La typologie du bilan (actifs corporels, actifs incorporels, BFR), l'intensité capitalistique, la typologie des activités et leur cyclicité sont caractéristiques d'une activité et s'accompagnent d'une structure financière normative. Ainsi, une société telle que Serma Technologies, qui porte peu d'actifs corporels, ne peut porter de dettes significatives. La Société affiche d'ailleurs un levier moyen de -11,0 % depuis 2009, avec une trésorerie nette de 11,4 M€ à la fin de l'exercice 2014 avant versement du dividende exceptionnel de 13,9 M€. La modélisation dans le modèle DCF to equity retient de ce fait un levier d'endettement négatif mais en progression jusqu'en 2020, puis nul à partir de cette date.

Compte tenu de cette contrainte et dans l'hypothèse de la réalisation du Plan d'Affaires, la Société est ainsi en mesure de dégager un flux disponible pour l'actionnaire conforme au mode de financement de son acquisition mis en place par Financière Ampère Galilée (remontée de dividende nécessaire estimée par la Société à 6,5 M€ par an lors des prochaines années).

Les principaux facteurs de risque susceptibles d'impacter les flux de trésorerie dégagés par la Société et donc sa valorisation sont la concentration du chiffre d'affaires et la fiscalité :

- Serma Technologies réalise 60,0 % de son chiffre d'affaires auprès de ses 10 premiers clients, dont 10,0 % auprès de son premier client, le groupe Airbus ;
- Serma Technologies bénéficie de crédits d'impôts importants au titre du CICE et du CIR. Une évolution négative de ces dispositions fiscales serait susceptible d'avoir un impact important sur la valorisation de la Société.

Ces deux facteurs de risque ont été pris en compte au moment de l'évaluation du taux d'actualisation des flux prévisionnels de la Société.

#### **V.1.b. Taux d'actualisation des flux prévisionnels**

Dans le modèle Trival®, le risque pris par un investisseur pour une action donnée est mesuré par la prise en compte de trois éléments :

- Le risque de prévision, notation établie à partir d'une analyse des forces et faiblesses, sur une échelle de risque croissant de 1 à 9. Compte tenu de cette analyse et des éléments présentés précédemment, le risque de prévision de Serma Technologies est retenu à 7 ;
- Le risque financier, sur une échelle de risque croissant de 1 à 5 : il est retenu à 2 pour la Société, compte tenu de la situation de dette nette légèrement positive suite au versement d'un dividende exceptionnel de 13,9 M€ au titre de l'année 2014, de la génération de trésorerie de la Société, de sa proportion d'actifs corporels et de sa faible taille ;
- Le risque sectoriel, en l'occurrence du secteur « Services Industriels » (bêta de l'indice Eurostoxx Biens et Services Industriels par rapport à l'indice Eurostoxx Large), soit 1,04.

La combinaison de ces trois éléments de risque aboutit à une note de risque relatif de 1,14. L'échelle des notes de risque relatif dans le modèle Trival® s'étage actuellement entre 0,5 et 1,8, pour une moyenne des risques relatifs de 1.

Le calcul du coût des fonds propres dans le modèle Trival® est également fonction de la liquidité boursière de la société. Dans la méthode utilisée par Associés en Finance et décrite en annexe, deux éléments concourent au calcul du coefficient d'illiquidité : la taille du flottant et les montants absorbables par le marché. Plus le coefficient d'illiquidité est faible, plus la société est liquide. Les calculs présentés ci-dessus sont dans la lignée de la méthodologie habituelle de calcul de la liquidité dans le modèle Trival®. Cependant, alors que les calculs de transactions et volumes absorbables sont habituellement menés sur une période de 45 jours civils, la cotation irrégulière de la Société nécessite la prise en compte d'une période élargie. L'analyse a ainsi été menée entre le 23 avril 2014 et le 18 juin 2015, soit 40 séances de cotation de l'action de la Société et 677 actions échangées (5,9 % du flottant).

Le coefficient d'illiquidité de la Société calculé sur la base du prix de l'Offre ressort à 3,01, significativement supérieur au coefficient de la société la plus illiquide suivie dans Trival® (Groupe Flo avec un coefficient d'illiquidité de 2,25), et confirme la liquidité extrêmement limitée discutée lors de l'analyse des cours de bourse.

Les paramètres de marché du modèle Trival® permettent d'aboutir au coût des fonds propres après impôt. Ils s'établissent en moyenne sur les trois derniers mois (arrêtés au 18 juin 2015) aux niveaux suivants :

- Prime de risque au sein du marché actions : 5,41 % ;
- Prime d'illiquidité au sein du marché actions : 2,13 % ;
- Ordonnée à l'origine : -0,81 %<sup>2</sup>.

Après application des coefficients propres au titre Serma Technologies aux paramètres de marché ci-dessus indiqués, le taux d'actualisation se décompose en :

- une prime de risque spécifique de 5,41% X 1,14 soit 6,2 % ;
- une prime de taille spécifique de 2,13% X 3,01 soit 6,4 % ;
- une ordonnée à l'origine de -0,8 %.

|                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><sup>2</sup> L'ordonnée à l'origine est le résidu de la régression des taux de rentabilité attendus des sociétés de l'échantillon sur leurs attributs de risque et de liquidité.</p> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût des fonds propres obtenu pour Serma Technologies s'établit à 11,8%. Pour une société dont le levier cible est estimé à 0,0 %, le coût moyen pondéré des capitaux est équivalent au coût des fonds propres, soit 11,8%.

## Résultat de la valorisation intrinsèque

Les résultats de la valorisation de Serma Technologies obtenus par les méthodes « DCF to Firm » et « DCF to Equity » sont les suivants :

### Valorisation de la Société par la méthode DCF to firm au 18 juin 2015

|                                                                                     |              |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| <b>Valeur d'entreprise (en M€)</b>                                                  | <b>136,4</b> |
| +/- Trésorerie nette ajustée/(Dette nette ajustée) post versement du dividende 2014 | (2,5)        |
| - Provisions nettes d'impôts                                                        | (1,6)        |
| - Minoritaires                                                                      | -            |
| <b>Valeur des capitaux propres (en M€)</b>                                          | <b>132,3</b> |
| Nombre d'actions                                                                    | 1 150 536    |
| <b>Valeur de l'action (en €)</b>                                                    | <b>115,0</b> |

### Valorisation de la Société par la méthode DCF to equity au 18 juin 2015

|                                            |              |
|--------------------------------------------|--------------|
| <b>Valeur des capitaux propres (en M€)</b> | <b>129,8</b> |
| Nombre d'actions                           | 1 150 536    |
| <b>Valeur de l'action (en €)</b>           | <b>112,8</b> |

Tableau 13  
Source : DA

Le coût des fonds propres utilisé s'entend dans une situation particulière des marchés, dans un contexte d'abondance de liquidités liée aux actions volontaristes de la BCE. Le tableau suivant synthétise la valeur de la Société obtenue en fonction du taux d'actualisation utilisé. La fourchette de sensibilité au taux d'actualisation correspond à la prise en compte des données de marché spot au 18 juin 2015, aux primes de marché les plus élevées constatées depuis la mise en œuvre du « quantitative easing » de la BCE fin janvier 2015, et enfin aux primes de marché les plus basses sur la même période.

| Valorisation de la Société | Hypothèse centrale | Taux spot au 18 juin 2015 (11,59%) | Taux maximum depuis fin janvier 2015 (13,91%) | Taux minimum depuis fin janvier 2015 (11,17%) |
|----------------------------|--------------------|------------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| DCF to Firm                | 115,0 €            | 116,7 €                            | 98,5 €                                        | 120,6 €                                       |
| DCF to Equity              | 112,8 €            | 114,5 €                            | 96,1 €                                        | 114,5 €                                       |
| Moyenne                    | 113,9 €            | 115,6 €                            | 97,3 €                                        | 117,6 €                                       |

Tableau 14  
Source : DA

## **Transaction récente portant sur le capital de la Société**

Dans un communiqué conjoint en date 9 avril 2015, Ardian et Serma Technologies annonçaient l'acquisition indirecte par Financière Ampère Galilée, société détenue par les dirigeants de Serma Technologies et par le FCPI Axa Expansion Fund III géré par Ardian, d'environ 99 % du capital et des droits de vote de Serma Technologies.

Les apports et cessions réalisés dans le cadre de cette opération valorisaient Serma Technologies à 103,57 € par action.

Par sa proximité temporelle et le pourcentage de capital transféré, cette transaction constitue une référence pertinente pour l'appréciation de l'Offre.

### **V.2. Méthode analogique des multiples boursiers (à titre secondaire)**

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de société cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévision à deux ou trois ans).

Afin de constituer l'échantillon de sociétés comparables, nous avons cherché des sociétés françaises opérant dans le domaine des services industriels.

L'échantillon retenu comprend 6 sociétés cotées en France :

- Akka Technologies, Alten, Altran, Assystem, Ausy et Sogclair.

Les sociétés retenues présentent des caractéristiques de marge et de taux de croissance différentes de Serma Technologies, qui opère davantage sur des niches sectorielles où les efforts en recherche & développement requis sont importants.

Ces sociétés sont présentées ci-dessous :

### Présentation de l'échantillon des sociétés comparables

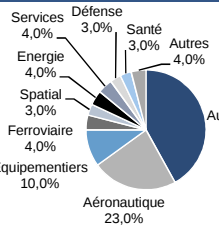
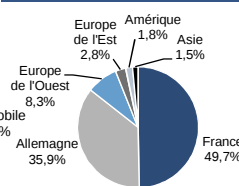
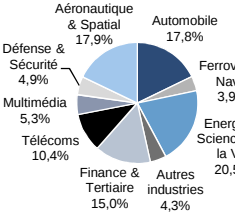
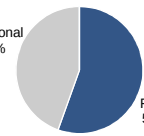
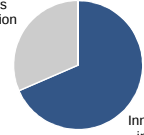
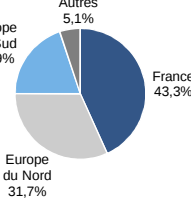
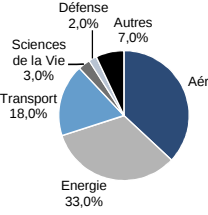
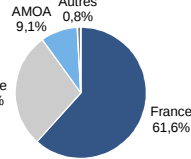
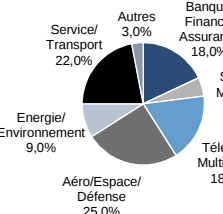
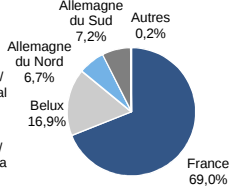
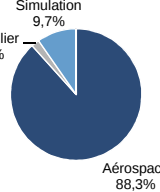
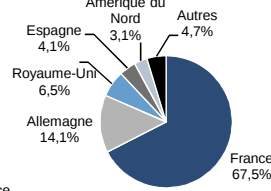
| Société                                                                             | Pays                                                                                | Description de l'activité                    | Part des 10 premiers clients | Capi. boursière | Fin. 2014R                                          | CA 2014R par activité                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | CA 2014R par région                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    |    | Conseil et ingénierie en hautes technologies | 67,8%                        | 531 M€          | Chiffre d'affaires 886 M€<br>Marge d'EBITDA 8,2%    |  <p>Services 4,0%, Défense 3,0%, Santé 3,0%, Autres 4,0%, Energie 4,0%, Spatial 3,0%, Ferroviaire 4,0%, Equipementiers 10,0%, Aéronautique 23,0%, Automobile 42,0%</p>                                                                          |  <p>Europe de l'Est 2,8%, Amérique 1,8%, Asie 1,5%, Europe de l'Ouest 8,3%, Allemagne 35,9%, France 49,7%</p>            |
|    |    | Ingénierie et conseil en technologies        | 37,1%                        | 1 454 M€        | Chiffre d'affaires 1 373 M€<br>Marge d'EBITDA 10,3% |  <p>Aéronautique &amp; Spatial 17,9%, Automobile 17,8%, Défense &amp; Sécurité 4,9%, Multimédia 5,3%, Télécoms 10,4%, Finance &amp; Tertiaire 15,0%, Autres industries 4,3%, Ferroviaire/Naval 3,9%, Energie &amp; Sciences de la Vie 20,5%</p> |  <p>France 55,5%</p>                                                                                                     |
|    |    | Innovation et ingénierie avancée             | 33,2%                        | 1 675 M€        | Chiffre d'affaires 1 756 M€<br>Marge d'EBITDA 10,4% |  <p>Organisation &amp; systèmes d'information 31,5%</p>                                                                                                                                                                                        |  <p>Autres 5,1%, Europe du Sud 19,9%, France 43,3%, Europe du Nord 31,7%, Innovation &amp; ingénierie avancée 68,5%</p> |
|  |  | Ingénierie et conseil en hautes technologies | Non communiqué               | 522 M€          | Chiffre d'affaires 867 M€<br>Marge d'EBITDA 7,3%    |  <p>Défense 2,0%, Autres 7,0%, Sciences de la Vie 3,0%, Transport 18,0%, Energie 33,0%, Aéronautique 37,0%</p>                                                                                                                                |  <p>AMOA 9,1%, Autres 0,8%, Europe 28,4%, France 61,6%</p>                                                             |
|  |  | Conseil et ingénierie en hautes technologies | 43,0%                        | 163 M€          | Chiffre d'affaires 341 M€<br>Marge d'EBITDA 8,6%    |  <p>Service/Transport 22,0%, Autres 3,0%, Banque/Finance/Assurance 18,0%, Santé/Médical 5,0%, Télécom/Multimédia 18,0%, Aéro/Espace/Défense 25,0%, Energie/Environnement 9,0%</p>                                                             |  <p>Allemagne du Sud 7,2%, Autres 0,2%, Allemagne du Nord 6,7%, Belux 16,9%, France 69,0%</p>                          |
|  |  | Ingénierie de haute technologie              | 78,0%                        | 82 M€           | Chiffre d'affaires 114 M€<br>Marge d'EBITDA 10,4%   |  <p>Simulation 9,7%, Véhiculier 2,0%, Aérospace 88,3%</p>                                                                                                                                                                                     |  <p>Amérique du Nord 3,1%, Espagne 4,1%, Royaume-Uni 6,5%, Allemagne 14,1%, France 67,5%, Autres 4,7%</p>              |

Tableau 15  
Source : DA, Capital IQ

Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBIT afin d'éviter les biais induits à la fois par les différences de rentabilité (multiple de chiffre d'affaires), d'intensité capitalistique et de prise en compte de la R&D (multiple d'EBITDA) et de structure financière (PER).

Les agrégats financiers prévisionnels des sociétés de notre échantillon sont issus de prévisions d'analystes financiers (source : Capital IQ).

#### Résultat de la méthode des comparables boursiers :

Les principaux ratios opérationnels sont présentés ci-dessous :

|                   | Pays   | Capi.<br>(MEUR) | VE<br>(MEUR) | Croissance du CA |             |             | Marge d'EBITDA |              |              | Marge d'EBIT |             |             | Marge nette ajustée |             |             |
|-------------------|--------|-----------------|--------------|------------------|-------------|-------------|----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|
|                   |        |                 |              | 15E              | 16E         | 17E         | 15E            | 16E          | 17E          | 15E          | 16E         | 17E         | 15R                 | 16E         | 17E         |
| <b>Altran</b>     | France | 1 675           | 1 754        | 9,6%             | 4,4%        | 4,5%        | 11,2%          | 11,6%        | 11,9%        | 10,4%        | 10,7%       | 10,9%       | 6,6%                | 6,8%        | 7,0%        |
| <b>Alten</b>      | France | 1 454           | 1 393        | 9,9%             | 4,4%        | 5,1%        | 10,5%          | 10,8%        | 11,0%        | 9,8%         | 10,0%       | 10,1%       | 6,5%                | 6,7%        | 6,9%        |
| <b>Ausy</b>       | France | 163             | 226          | 10,7%            | 2,9%        | 3,3%        | 9,3%           | 9,7%         | 10,0%        | 8,9%         | 9,3%        | 9,6%        | 5,1%                | 5,6%        | 5,7%        |
| <b>Akka</b>       | France | 531             | 561          | 6,6%             | 4,7%        | 8,0%        | 9,2%           | 9,8%         | 9,6%         | 7,7%         | 8,2%        | 8,1%        | 4,7%                | 5,1%        | 5,3%        |
| <b>Assystem</b>   | France | 522             | 315          | 4,0%             | 3,1%        | 5,1%        | 7,7%           | 7,9%         | 7,6%         | 6,5%         | 6,6%        | 6,6%        | 4,2%                | 4,4%        | 4,1%        |
| <b>Sogecclair</b> | France | 82              | 87           | 16,7%            | 4,6%        | 3,7%        | 10,1%          | 11,2%        | 11,7%        | 6,3%         | 7,6%        | 7,9%        | 4,0%                | 4,9%        | 5,3%        |
| <b>Moyenne</b>    |        |                 |              | <b>9,6%</b>      | <b>4,0%</b> | <b>4,9%</b> | <b>9,7%</b>    | <b>10,2%</b> | <b>10,3%</b> | <b>8,3%</b>  | <b>8,7%</b> | <b>8,9%</b> | <b>5,2%</b>         | <b>5,6%</b> | <b>5,7%</b> |

Tableau 16  
Source : DA

Les multiples boursiers, calculés sur la base du cours moyen 3 mois au 19 juin 2015 sont présentés ci-après :

|                   | Pays   | Capi.<br>(MEUR) | VE<br>(MEUR) | CA x         |              |              | EBITDA x    |             |             | EBIT x      |             |             | P/E ajusté   |              |              |
|-------------------|--------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                   |        |                 |              | 15E          | 16E          | 17E          | 15E         | 16E         | 17E         | 15E         | 16E         | 17E         | 15E          | 16E          | 17E          |
| <b>Altran</b>     | France | 1 675           | 1 754        | 0,91x        | 0,87x        | 0,84x        | 8,2x        | 7,5x        | 7,0x        | 8,8x        | 8,1x        | 7,7x        | 13,3x        | 12,2x        | 11,3x        |
| <b>Alten</b>      | France | 1 454           | 1 393        | 0,92x        | 0,88x        | 0,84x        | 8,8x        | 8,2x        | 7,7x        | 9,4x        | 8,8x        | 8,3x        | 14,9x        | 13,8x        | 12,6x        |
| <b>Ausy</b>       | France | 163             | 226          | 0,60x        | 0,58x        | 0,56x        | 6,5x        | 6,0x        | 5,6x        | 6,7x        | 6,2x        | 5,9x        | 8,5x         | 7,5x         | 7,2x         |
| <b>Akka</b>       | France | 531             | 561          | 0,59x        | 0,57x        | 0,53x        | 6,5x        | 5,8x        | 5,5x        | 7,7x        | 7,0x        | 6,5x        | 12,0x        | 10,5x        | 9,3x         |
| <b>Assystem</b>   | France | 522             | 315          | 0,35x        | 0,34x        | 0,32x        | 4,6x        | 4,3x        | 4,2x        | 5,4x        | 5,1x        | 4,9x        | 13,7x        | 12,8x        | 12,9x        |
| <b>Sogecclair</b> | France | 82              | 87           | 0,65x        | 0,62x        | 0,60x        | 6,4x        | 5,5x        | 5,1x        | 10,3x       | 8,2x        | 7,5x        | 15,3x        | 11,9x        | 10,8x        |
| <b>Moyenne</b>    |        |                 |              | <b>0,67x</b> | <b>0,64x</b> | <b>0,61x</b> | <b>6,8x</b> | <b>6,2x</b> | <b>5,9x</b> | <b>8,1x</b> | <b>7,2x</b> | <b>6,8x</b> | <b>12,9x</b> | <b>11,5x</b> | <b>10,7x</b> |

Cours de référence : Moyenne 3 mois, au 19/06/15  
Sources : sociétés, analystes, Capital IQ

Tableau 17  
Source : DA

### Application des multiples aux agrégats de Serma Technologies :

L'application des multiples moyens d'EBIT présentés dans les tableaux ci-dessus aux agrégats prévisionnels 2015, 2016 et 2017 de la Société fait ressortir une fourchette de valeur comprise entre 104,7 € et 113,1 € par action Serma Technologies, avec une moyenne à 107,9 € par action Serma Technologies.

Cependant, afin d'analyser la comparabilité de Serma Technologies par rapport à l'échantillon de comparables boursiers retenus, nous avons représenté chaque société en fonction de la croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires sur la période 2013/2016 et de sa marge d'EBITDA 2015.

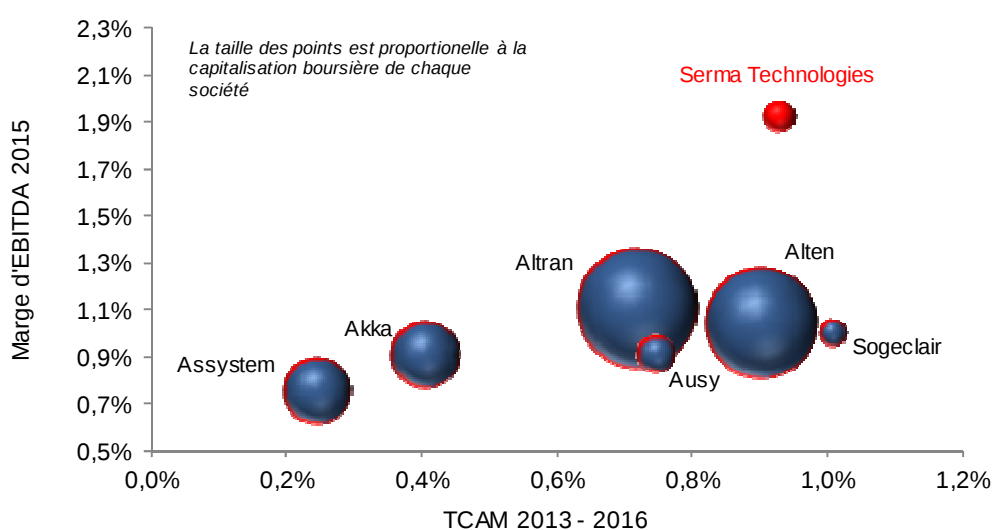


Tableau 18  
Source : DA

Cette analyse montre l'atypisme de la Société par rapport à l'échantillon retenu. En effet, l'importance de ses efforts en R&D, l'utilisation de son savoir-faire développé auprès de son large éventail de clients et son positionnement de niche dans chacun des secteurs où elle opère, lui permettent d'évoluer dans un environnement concurrentiel favorable. La méthode des comparables boursiers est ainsi retenue à titre secondaire.

### V.3. Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnels, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables. Nous avons identifié une transaction comparable sur les deux dernières années. Le détail de cette transaction est présenté ci-après :

| Date      | Cible  |        | Activité             | Acquéreur     | Données financières (en MEUR) |          |           |        | Multiples (Historique) (4) |        |       | Marges (Historique) |      |
|-----------|--------|--------|----------------------|---------------|-------------------------------|----------|-----------|--------|----------------------------|--------|-------|---------------------|------|
|           | Nom    | Pays   |                      |               | % détenu (1)                  | % acquis | Offre (2) | VE (3) | CA                         | EBITDA | EBIT  | EBITDA              | EBIT |
| 7-nov.-14 | Nexeya | France | Activité de la cible | Nexeya Invest | 95,1%                         | 1,8%     | 66        | 60     | 0,51x                      | 6,84x  | 7,63x | 7,5%                | 6,7% |

(1) % déjà détenu par l'acquéreur avant la transaction

(2) Offre : prix d'offre pour 100% des actions de la cible

(3) VE : Valeur d'Entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation)

(4) CA, EBITDA, EBIT : multiples de Valeur d'Entreprise. Résultat Net (RN) et résultat courant avant impôt (RCA) : multiples de Valeur des Fonds Propres

Tableau 19

Source : Capital IQ, sociétés, DA

A l'instar de la méthode des comparables boursiers, les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBIT.

#### Application des multiples aux agrégats de Serma Technologies :

L'application des multiples moyens d'EBIT présentés dans le tableau ci-dessus aux agrégats prévisionnels 2015, 2016 et 2017 de la Société fait ressortir une fourchette de valeur comprise entre 92,2 € et 111,9 € par action Serma Technologies, avec une moyenne à 99,0 € par action.

Pour les mêmes raisons que celles évoquées lors de la méthode des comparables boursiers, nous retenons cette méthode à titre secondaire.

## **VI. Analyse des travaux du conseil de l'Initiateur**

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Invest Securities en qualité de banquier présentatrice. Ce rapport est repris dans le projet de note d'information déposé par Financière Ampère Galilée auprès de l'AMF.

Plusieurs échanges ont eu lieu entre DA et Invest Securities sur les méthodes et les paramètres d'évaluation de la Société antérieurement au dépôt du projet de note d'information.

De manière générale, les méthodologies et références d'évaluation sont identiques, à l'exception de la méthode des transactions comparables que nous avons retenue à titre secondaire, alors qu'Invest Securities n'a pas retenu cette méthode.

Pour chacune des méthodes utilisées par Invest Securities, les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de Serma Technologies diffèrent légèrement de ceux utilisés par DA. En effet, les provisions retenues sont post impact fiscal pour DA, alors qu'elles sont brutes pour Invest Securities. Par ailleurs, nous avons également retenu les titres de participations.

### **Méthode DCF :**

Invest Securities retient la méthode DCF à titre principal et construit ses flux de trésorerie disponibles sur la base du Plan d'Affaires communiqué par la Société. Un horizon de transition jusqu'en 2024 est utilisé afin de réduire le poids de la valeur terminale, alors que nous avons choisi de modéliser les flux de la Société jusqu'en 2050, conformément à la méthodologie utilisée dans le modèle Trival®.

Le taux de croissance à l'infini retenu par Invest Securities est de 1,0 % et la marge d'exploitation hors CIR/CICE atteint 11,4 % en 2024. DA modélise les flux de la Société conformément à la méthodologie utilisée dans le modèle Trival®, c'est-à-dire en faisant converger vers des paramètres cibles sur le très long terme, de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le CIR et le CICE sont maintenus par Invest Securities à partir de 2019 à leur niveau atteint en 2018 dans le Plan d'Affaires de la Société. DA choisit de maintenir l'indexation de ces deux éléments sur le chiffre d'affaires de la Société, tout en éteignant le CIR à très long terme afin de prendre en compte l'arrivée à maturité du modèle économique de la Société.

La stabilisation des investissements à 2,0 % du chiffre d'affaires est commune à Invest Securities et DA. Le BFR retenu par Invest Securities est de 60 jours de chiffre d'affaires, niveau affiché par la Société en 2013, contre 55 jours pour DA, conformément à sa moyenne sur la période 2009/2014.

La méthode d'estimation du coût des fonds propres utilisée par Invest Securities appréhende la liquidité de la Société à travers une prime de risque spécifique de 5 %, alors que DA dispose de sa propre méthode d'estimation de la liquidité des sociétés cotées, basée sur la taille du flottant et les montants absorbables, conformément à la méthodologie utilisée dans le modèle Trival®. Cependant, les deux méthodes confirment la très faible liquidité de la Société et aboutissent à des résultats similaires, soit un coût des fonds propres de 11,8 %. Ce résultat est utilisé directement par DA comme coût du capital de la Société, alors qu'Invest Securities choisit de prendre en compte un levier normatif de 5%, aboutissant à un coût du capital de 11,3 %, proche du résultat obtenu par DA.

Les résultats de la méthode « DCF to firm » obtenus par Invest Securities et DA sont très proches, aboutissant à une valeur de l'action de 116,5 € pour Invest Securities contre 115,0 € pour DA.

#### Méthode des comparables boursiers :

Invest Securities retient la méthode des comparables boursiers à titre principal. L'échantillon des sociétés comparables retenues par Invest Securities est identique à celui que nous avons retenu, à l'exception de Lacroix que nous n'avons pas retenu.

Les principales différences proviennent des éléments de passage considérés. En effet, pour chacune des sociétés, Invest Securities n'a retenu que les éléments de passage de leur base de données Factset Estimates, alors que nous avons considéré d'autres éléments tels que les provisions pour risques et charges, et pour départ à la retraite (après impact fiscal), les actions auto-détenues ou encore les déficits fiscaux reportables.

De plus, Invest Securities retient les multiples de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT, quand nous retenons seulement le multiple de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBIT.

La fourchette de valeur issue de la méthode des comparables boursiers retenue par Invest Securities ressort entre 90,3 € et 100,8 € par action. Cette méthode extériorise une prime comprise entre 31 % et 17 % par rapport au prix de l'Offre.

## VII. Conclusion de DA sur l'analyse du prix de l'Offre

Nos travaux d'évaluation de Serma Technologies au travers de l'analyse multicritères aboutissent aux résultats suivants :

- La méthode retenue à titre principal est l'approche intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie générés (méthode « DCF to firm » ou « DCF to equity »). Cette méthode indique une valeur centrale de 113,9 €, dans une fourchette de 97,3 € à 117,6 € ;
- La transaction du 9 avril 2015, ayant abouti à l'acquisition indirecte par Financière Ampère Galilée d'environ 99 % du capital et des droits de vote de Serma Technologies, est à l'origine du lancement de l'Offre considérée dans ce rapport. Par l'importance du capital échangé et sa proximité temporelle, cette transaction constitue une référence pertinente pour l'évaluation de Serma Technologies et valorisait l'action de la Société à 103,57 € ;
- Compte tenu de ses spécificités, notamment ses efforts en termes de recherche et développement et son savoir-faire global qui rendent Serma Technologies peu comparable aux sociétés cotées dans le secteur des services industriels, les méthodes analogiques sont retenues à titre secondaire : l'approche analogique par la méthode des comparables aboutirait à une valeur de 107,9 €, dans une fourchette comprise entre 104,7 € et 113,1 € par action ; l'approche indicative par les multiples de transactions conduirait à un prix de 99,0 € par action.

Il s'agit d'une offre facultative, où les actionnaires ont le choix de bénéficier d'une monétisation immédiate de leur investissement particulièrement illiquide ou de conserver une exposition à la société.

Le prix de 118,0 € par action offre une prime de +9,4 % par rapport au dernier cours coté avant l'annonce de la transaction du 9 avril 2015 et de +13,9 % par rapport aux accords de cessions et d'apports réalisés au cours de cette opération.

Notre mission était de nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert. Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à considérer que cette offre, qui revêt un caractère facultatif, est équitable pour les actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité sur leur investissement, le prix proposé s'inscrivant au-dessus de la fourchette de valeurs déterminée dans nos travaux d'évaluation.

Fait à Paris, le 30 juin 2015

DETROYAT ASSOCIES

- **Annexes**

**Annexe A :** Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par DA et Associés en Finance au cours des 24 mois précédant sa désignation

DA et Associés en Finance ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014. La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

DA et Associés en Finance ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité.

| Date           | Type de Mission                                                            | Société Cible                  | Société Initiatrice     | Banque Présentatrice   |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------|------------------------|
| Juin 2015      | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | SECP                           | Vivendi                 | CACIB, CM CIC          |
| Octobre 2014   | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait         | Nexeya                         | Nexeya Invest           | Natixis                |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait         | Orosdi                         | Cerep Investment France | Oddo Corporate Finance |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat            | Club Med                       | Global Resorts          | Rothschild             |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | Cameleon Software              | Pros Holdings           | Bryan Garnier & Co     |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une augmentation de capital réservée  | Alpha Mos                      |                         | Rochefort & Associés   |
| Juillet 2014   | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait         | Carrefour Property Development | CRFP13                  | Natixis                |
| Décembre 2013  | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | Meetic                         | Match.com               | BNP Paribas            |
| Novembre 2013  | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | LaCie                          | Seagate                 | BNP Paribas            |
| Août 2013      | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | BSAAR Orpéa                    | Orpéa                   | Natixis                |

## **Annexe B : Equipe DA et Associés en Finance**

Philippe Leroy – Président (signataire) – Diplômé de l'ESSEC, il dispose d'une expérience de plus de 25 ans dans les métiers de la finance. Il a rejoint DA en 2005.

Aurélien Bricout – Associé – Diplômé de HEC Paris et de la Copenhagen Business School, il a rejoint DA en 2013 après des expériences en fusions & acquisitions chez DC Advisory (ex-Close Brothers) et en restructurations financières chez Houlihan Lokey ainsi qu'en fonds d'investissement.

Benjamin Fitoussi – Analyste financier senior, il a rejoint DA en 2013 après un Master 2 Recherche en Finance (DEA 104) de l'université Paris-Dauphine et trois ans dans le département fusions acquisitions de Quilvest Banque Privée.

Pierre Charmion – Analyste financier Senior, il a rejoint Associés en Finance en 2011. Titulaire d'un master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine, il a commencé sa carrière chez Oddo Asset Management dans le département Convertibles & Taux.

Catherine Meyer – Associée en charge du contrôle qualité, diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance et de DA.

## **Annexe C : Liste des personnes rencontrées et/ou contactées**

### *Serma Technologies*

Philippe Berlié – Président du Directoire

Bernard Olivier – Directeur Financier et Membre du Directoire

Olivier Duchmann – Directeur Développement & Stratégie

### *Ardian, actionnaire de référence de l'Initiateur*

Arnaud Dufer – Head of Expansion France

Baudouin d'Hérouville – Managing Director

Maxime Sequier – Investment Manager

*Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre*

Gwenael Le Berre – Associé

Maxime Dubreuil – Responsable recherche marchés secondaires

François-Xavier Roy – Directeur

*Jeantet Associés, cabinet d'avocat conseil de l'Initiateur*

Philippe Portier – Associé

Cyril Deniaud – Of Counsel

Annie Maudouit – Collaborateur

Guillaume Fornier – Collaborateur

Maître Frédérique Lumeau, conseil de la société

**Annexe D : Principales sources d'information**

| Documents                                                                            | Source               |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| Statuts de Serma Technologies                                                        | Serma Technologies   |
| Rapports annuels de la Société des trois exercices 2012, 2013 et 2014                | Information publique |
| Informations fournies par la Société et son management, notamment le Plan d'Affaires | Serma Technologies   |
| Notes relatives à l'opération sur Serma Technologies déposée par FAG en 2015         | Serma Technologies   |

**Annexe E : Diligences effectuées**

Nous avons conduit la Mission selon le programme de travail présenté ci-dessous :

- prise de connaissance de l'Offre et de son contexte ;
- collecte des informations nécessaires à la réalisation de la Mission ;
- analyse de l'activité de la Société et de son positionnement concurrentiel ;
- étude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société ;
- mise en œuvre de l'approche intrinsèque et des approches analogiques ;
- analyse des références d'évaluation ;
- prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation du banquier évaluateur ;
- rédaction du rapport d'expertise indépendante ;
- revue indépendante du rapport et des travaux réalisés.

## **Annexe F : Calendrier de l'étude**

Les travaux de DA se sont déroulés entre le 9 juin 2015, date de désignation de l'expert, et le 30 juin 2015, date de remise du rapport.

## **Annexe G : Montant de la rémunération perçue par DA**

La rémunération perçue par DA est de 30 000 euros hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

## **Annexe H : Adhésion à des associations d'experts indépendants**

DA n'est pas adhérente de l'une ou de l'autre des deux associations d'experts indépendants créées postérieurement à l'introduction d'un Titre VI sur l'expertise indépendante dans le Règlement général et agréées par l'AMF. L'adhésion à l'une ou l'autre de ces associations sera fondée sur une revue initiale limitée par DA des pratiques professionnelles actuellement en cours dans chacune d'entre elle.

Par ailleurs, DA est membre institutionnel de la Société Française des Evalueurs (SFEV).

## **Annexe I : Présentation du modèle TRIVAL®**

Le modèle d'évaluation Trival® permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon plus de 500 sociétés : environ 360 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 30 millions € pour le plus faible à 660 milliards € pour le plus élevé (environ 165 milliards € pour le flottant le plus élevé parmi les sociétés de la zone euro).

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance et DA. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance et DA, représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R<sup>2</sup>) de la double régression est en général supérieur à 65 % (75 % actuellement).

## **6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE**

La Société n'a, à la date de la présente note en réponse, connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

## **7. ELEMENTS CONCERNANT SERMA TECHNOLOGIES SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

### **7.1 Structure et répartition du capital**

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de Serma Technologies s'élève à 2.301.072 euros, divisé en 1.150.536 actions de 2 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de Serma Technologies sont répartis comme suit :

|                           | <b>Nombre d'actions</b> | <b>Nombre de droits de vote</b> | <b>% du capital</b> | <b>% des droits de vote</b> |
|---------------------------|-------------------------|---------------------------------|---------------------|-----------------------------|
| Financière Serma          | 1.139.063               | 1.631.877                       | 99                  | 99                          |
| Financière Ampère Galilée | 1                       | 1                               | -                   | -                           |
| Autre                     | 11.472                  | 18.935                          | 1                   | 1                           |
| <b>Total</b>              | <b>1.150.536</b>        | <b>1.650.813</b>                | <b>100</b>          | <b>100</b>                  |

### **7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions**

#### **7.2.1 Obligation de déclaration de franchissement de seuils**

Serma Technologies a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 12 des statuts), en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir une fraction égale ou supérieure à 5 % du capital social ou des droits de vote ou à tout multiple de 5 % du capital social ou des droits de vote et ce, jusqu'à 50 % du capital social ou des droits de vote inclus, ou une fraction correspondant aux seuils prévus par la loi à l'article L 233-7 du Code de Commerce, ainsi qu'au seuil de 95 % du capital social ou des droits de vote prévu par les règles du marché Alternext, est tenue, dans les cinq jours de bourse de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ces seuils, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec avis de réception, le nombre total des actions et le nombre des droits de vote qu'elle possède. Cette déclaration sera effectuée dans les conditions ci-dessus chaque fois que les seuils susvisés seront franchis en hausse ou en baisse.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction égale à 5 % au moins du capital ou des droits de vote en font la demande lors de l'Assemblée Générale.

#### 7.2.2 Droits de vote

Aucune restriction statutaire, autres que les dispositions relatives aux droits de vote double n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Il est rappelé que les statuts de la Société (article 33.3) prévoient l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins trois ans au nom d'un même actionnaire.

#### 7.2.3 Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

### **7.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % de Serma Technologies (article L. 233-11 du Code de Commerce)**

Les dispositions de l'article L. 233-11 du Code de Commerce ne sont pas applicables à la Société, puisque ses actions sont admises aux négociations sur le marché organisé d'Alternext Paris.

Par ailleurs, la Société n'a, à la date du présent projet de note en réponse, connaissance d'aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions.

### **7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

### **7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Néant.

### **7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote**

La Société n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

### **7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire**

Le nombre de membres du Directoire est fixé par le Conseil de surveillance sans pouvoir toutefois excéder le nombre de 5 membres [ou de 7 si les actions de la Société viennent à être admises aux négociations sur un marché réglementé].

Le Directoire est nommé pour une durée de six [6] ans par le Conseil de surveillance qui pourvoit au remplacement de ses membres décédés ou démissionnaires conformément à la loi.

Les membres du Directoire sont choisis ou non parmi les actionnaires ; ils sont obligatoirement des personnes physiques.

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de plus de 70 ans. Le membre du Directoire en exercice est réputé démissionnaire d'office à la clôture de l'exercice social au cours duquel il a atteint cet âge.

### **7.8 Règles applicables à la modification des statuts**

L'Assemblée Générale Extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

L'Assemblée Générale Extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins sur première convocation, la moitié et, sur deuxième convocation, le quart des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième Assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à laquelle elle avait été convoquée.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

### **7.9 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions**

Le Directoire est investi de tous les pouvoirs nécessaires à la gestion du patrimoine social et peut, à cet effet, effectuer tous actes et passer tous contrats de toute nature et toute forme engageant la Société, à l'exception de ceux qui concernent les cessions d'immeubles par nature, la cession totale ou partielle de participations, la constitution de sûretés ainsi que les cautions, avals et garanties qui sont nécessairement soumis à l'autorisation du Conseil de surveillance. Aucune restriction de ces pouvoirs n'est opposable aux tiers et ceux-ci peuvent poursuivre la Société en exécution des engagements pris en son nom par les membres du Directoire dès lors que leur nom a été régulièrement publié.

Conformément à l'article L 225-68 du code de commerce, le Directoire devra demander l'autorisation du Conseil de surveillance chaque fois qu'il cédera des immeubles par nature, qu'il cédera totalement ou partiellement des participations, qu'il constituera des sûretés ou qu'il accordera le cautionnement, l'aval ou la garantie financière de la Société, et que ces opérations sortiront des limites de l'autorisation général que le Conseil de surveillance lui aura accordée conformément aux articles R.225-53 et R.225-54 du Code de Commerce.

Seront, en outre, soumis à l'autorisation préalable du Conseil de surveillance les projets relatifs aux opérations suivantes, dès lors que la Société et/ou l'une de ses filiales en sont parties : l'acquisition ou le transfert, par quelque moyen juridique que ce soit (cession, apport en nature, apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions...) d'un actif immobilisé inscrit ou à inscrire au bilan d'une des sociétés incluses dans le périmètre de consolidation de la Société SERMA TECHNOLOGIES et dont le prix de cession ou la contre-valeur du transfert ou le montant figurant à l'actif correspond à la plus faible des valeurs suivantes : 5% du Chiffre d'affaires hors taxe consolidé de la Société ou € 760.000 (€ sept cent soixante mille),

#### **7.10 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par Serma Technologies**

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de Serma Technologies, l'Initiateur détenant déjà, directement et indirectement, 99% du capital et des droits de vote.

#### **7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire de Serma Technologies, ses dirigeants et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Néant.

### **8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE**

*« A ma connaissance, les données du présent projet note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Philippe BERLIÉ  
Président du Directoire